

2017年8月18日 全11頁

# 日本経済見通し：2017年8月

## 経済成長の牽引役は外需から内需へ

経済調査部

エコノミスト 小林 俊介

### [要約]

- 2017年4-6月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2017年度が前年度比+1.9%（前回：同+1.5%）、2018年度が同+1.2%（同：同+1.1%）である。米国向け輸出を中心に外需拡大はいったん足踏みするものの、①雇用環境の改善に伴う消費の拡大や②生産性向上投資を牽引役として、内需牽引型の成長が続く見通しだ。
- 2017年度には、過去の個人消費に停滞感をもたらしてきた三つの要因、①年金の特例措置の解消、②現役世代の税・保険負担の増加、③過去の景気対策の反動、のいずれについても、悪影響が一巡し、個人消費の見通しを明るくする好材料となっている。また、深刻化する人手不足への対応を目的とした設備投資の誘因は強まっている。生産性向上に直結する省力・省人化に加え、収益改善を目的とした研究開発投資や更新・改修投資が設備投資全体の下支え役を果たすだろう。ただし2018年度にかけては、消費押し上げ効果が剥落することに加え、設備投資の循環が成熟化に向かうことなどから、成長速度は緩やかに鈍化する見通しである。

## 経済見通しを改訂：2017年度+1.9%、2018年度+1.2%

2017年4-6月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2017年度が前年度比+1.9%（前回：同+1.5%）、2018年度が同+1.2%（同：同+1.1%）である。米国向け輸出を中心に外需拡大はいったん足踏みするものの、①雇用環境の改善に伴う消費の拡大や②生産性向上投資を牽引役として、内需牽引型の成長が続く見通しだ。加えて、2017年度には、過去の個人消費に停滞感をもたらしてきた三つの要因、すなわち、①年金の特例措置の解消、②現役世代の税・保険負担の増加、③過去の景気対策の反動、のいずれについても、悪影響が一巡し、個人消費の見通しを明るくする好材料となっている。2018年度にかけては、これらの好材料が剥落することに加え、設備投資の循環が成熟化に向かうことなどから、成長速度は緩やかに鈍化する見通しである。

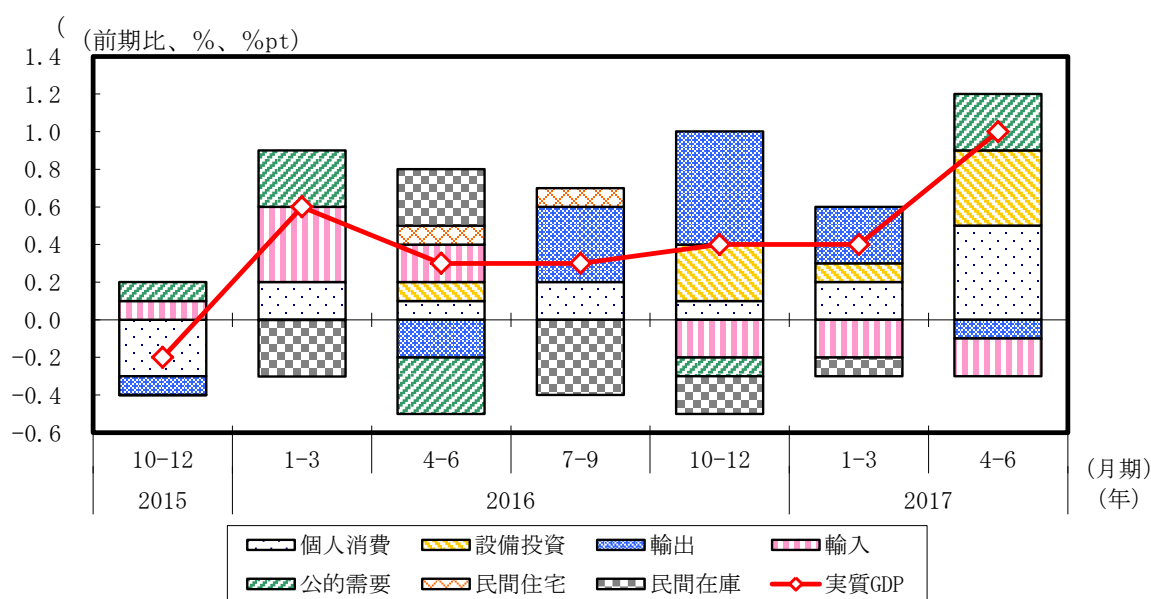
### 外需主導型の成長はいったん足踏み

#### 米国向け輸出拡大の一服と中国向け輸出拡大持続への懸念

日本経済は、外需主導型の成長経路から、内需主導型の成長経路へとシフトしつつある。

図表1に示すように、2016年度の成長の大部分は輸出の増加によってもたらされたものである。輸出の動向を仕向け先別に見ると、米国向け輸出は頭打ち感が見られながらも概ね堅調さを保つ一方で、EU向け・アジア向け輸出の回復・拡大が顕著であった。輸出底入れの背景としては、①雇用環境の改善を受け米国の消費財需要が堅調であったこと、②景気回復の遅れた欧州で抑制されてきた内需のペントアップデマンドが顕在化していること、③資金流出を背景として減速傾向が強まっていた中国経済を中心とする新興国経済の底入れ、が挙げられる。

図表1： 実質GDPと需要項目別寄与度の推移

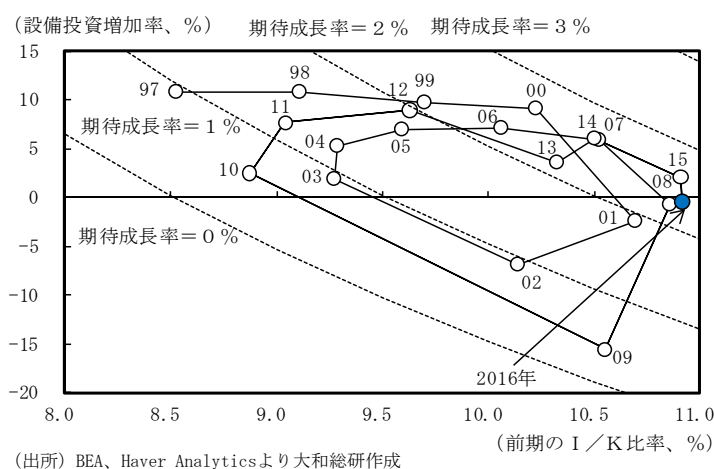


(出所) 内閣府統計より大和総研作成

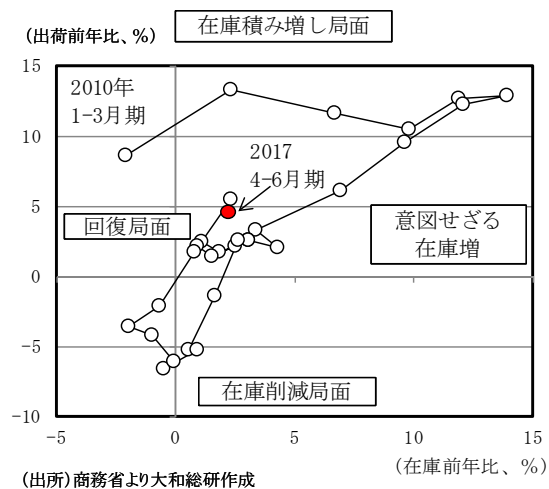
しかし、この輸出拡大の前提は崩れ始めている。まず、米国経済を中長期的な景気循環であるジグラー循環から判断すると、2010年から2015年までは6年にわたって設備投資の伸びが経済を牽引する資本ストックの蓄積局面にあった。しかし結果として、これ以上の設備投資の拡大余地はあまり残されておらず、米国経済は成熟化のフェーズに入っている。他方、短期的な景気循環であるキチン循環から判断すると、足下の米国経済は「在庫積み増し局面」に入っており、このことは当面の経済成長を引き上げる要因として期待されてきた。しかしながら当然、これは短期的な景気加速要因であり、その持続可能性は決して高くない。結果として米国向け主力製品である自動車を筆頭として日本からの輸出はピークアウトの傾向が見られ始めており、また、米国を最終需要地とした（中国を除く）アジア向け部材輸出の不振にもつながっているとみられる。

加えて中国についても、当面慎重にみておく必要がある。中国経済再加速の要因の一部は、資本移動規制の強化に伴う資金流出抑制により、国内に滞留した資金が再度、不動産開発などに充てられている結果とみられる。このことは将来的な反動・調整のリスクにつながる。前述の資本移動規制などの政策対応が共産党大会を睨んだ施策であるとするれば、2018年以降に反動が発生する公算が大きい。さらに、Fedが金融引締めを一層加速させた場合には、再度、資金流出が中国を中心とした新興国経済を減速させる要因になり得る。

図表2: 米国の資本ストック循環図



図表3: 米国の在庫循環



## 牽引役は外需から内需へ

外需主導の成長がいったん足踏みする中、成長を下支えする役割を担うのが内需である。本節では、内需の最大項目である個人消費について整理する。結論から言えば、個人消費は予測の対象期間である 2017-18 年度を通じて緩やかな拡大を続けるとみている。ただし、内需拡大の背景は 2017 年度と 2018 年度で異なる。2017 年度は、過去の消費抑制要因の剥落が消費増加の主要因となる。一方で、2018 年度は、概ね雇用者報酬の改善に伴ったペースでの消費の拡大が続く見通しだ。

### 2017 年度の個人消費に三つの好材料

まず、2017 年度は、過去の消費抑制要因の剥落が消費増加の主要因になると予測している。過去の個人消費に停滞感をもたらしてきた三つの要因、すなわち、①年金の特例措置の解消、②現役世代の税・保険負担の増加、③過去の景気対策の反動、のいずれについても、今後は悪影響が一巡し、個人消費の見通しを明るくする好材料となる公算が大きい。

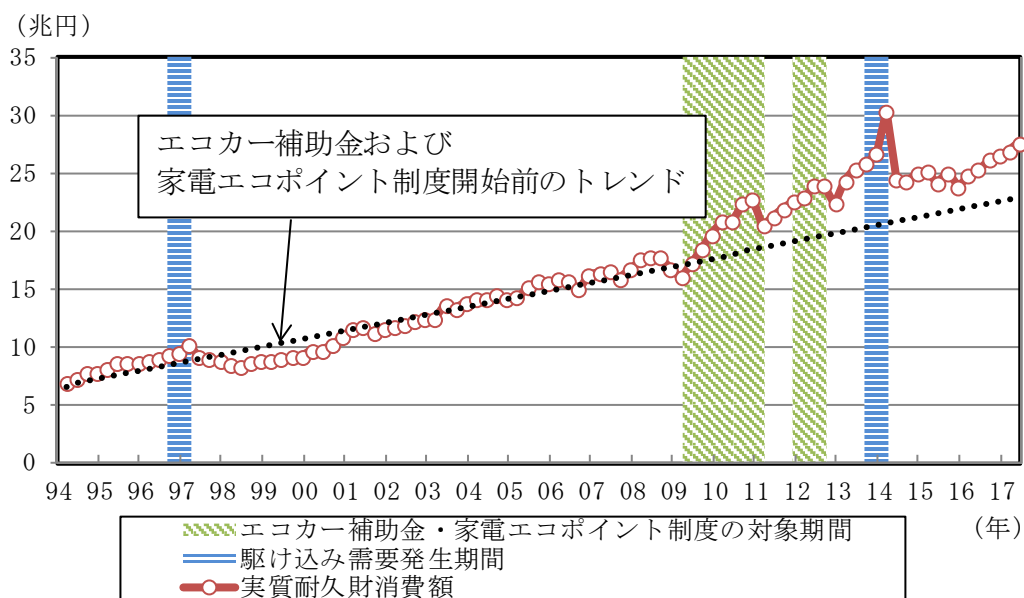
最初に、「①年金の特例措置の解消」について考察する。毎年の年金受給額は、物価や賃金の動向次第で改定される。しかし、過去の物価下落にもかかわらず、2012 年度までの年金額は減額せずに据え置くという特例措置が講じられていたため、本来の水準よりも高い水準にあった。2013 年度以降、こうした特例水準が解消され、一人当たり年金受給額は抑制されてきた。こうした特例措置の解消は、2015 年度をもっていったん完了しており、2016 年度以降の一人当たり年金給付額を抑制する要因としては働いていない。このことがタイムラグを伴って高齢者層の消費者マインドを回復させる効果を勘案すると、少なくとも過去にもたらしてきたような消費抑制効果は徐々に一巡するだろう。

次に、「②現役世代の税・保険負担の増加」について考察する。前述の年金受給世代に加え、現役世代においても可処分所得を圧縮する要因が発生していた。2012 年度から 2015 年度までの間に雇用者報酬が計 9.5 兆円程度増加したにもかかわらず、可処分所得の伸びは 2.6 兆円にとどまる。これは所得税の最高税率引き上げおよび所得の増加を受けて、所得税が計 4 兆円程度増加したことに加え、社会負担（雇用者の社会負担）が計 3 兆円程度増加した結果である。このように、「給料の額面が上がっても手取りは増えない」状況下で、現役世代の消費拡大の勢いは削がれてきた。これらの悪材料の中でも、2016 年度以降は所得税率引き上げの影響が一巡している。また、毎年の保険料負担の引き上げ幅についても、2017 年度以降はピークアウトに向かう。総じて雇用者報酬の増加幅に比べて可処分所得の増加幅を抑制してきた悪材料は剥落していくとみられる。もちろん、根本的な問題である少子高齢化が続く中で、社会保険料の負担が増加するという大きな流れが変わらない限り、将来的にはこの問題が再燃する可能性はあるものの、少なくとも本予測が対象としている今後 2~3 年間程度の可処分所得の見通しを好転させる材料として挙げることはできよう。

最後に「③過去の景気対策の反動」について考察したい。なお、ここで言う「過去の景気対策」とは、主にリーマン・ショック後の2009年以降に制度化されていた、エコカー補助金や家電エコポイント制度のことを指す。**図表4**は、1994年以降の実質耐久財消費額の推移を示したものである。個人消費を下支えするべく導入された2009年以降のエコカー補助金および家電エコポイント制度の対象期間中や、(景気対策ではないが)2014年1-3月期までの消費税増税前の駆け込み需要発生期間の耐久財消費額は、過去からのトレンドを大きく上回る動きを見せていたことが確認できる。一方、第2次安倍政権が発足するまで実質雇用者報酬が伸び悩んでいたことを考慮すると、2009年から消費税増税前までの所得対比で見た耐久財消費額は強すぎた。換言すれば、景気対策によって耐久財の需要が先食いされ、かさ上げされていた可能性が高い。こうした需要先食いの反動減の影響が消費税増税後に顕在化し、耐久財消費額の低迷につながったと考えられる。しかし、**図表4**からも確認されるように、直近6四半期の実質耐久財消費額は回復傾向が顕在化している。エコカー補助金および家電エコポイント制度の導入から約8年が経過し、また、前回の消費税増税からも3年以上が経過したことから、当時購入した耐久財の買い替えサイクルが再び上向いてきている可能性が示唆される。

以上の議論をまとめると、足下までの個人消費を抑制し続けてきた、①年金の特例措置の解消、②現役世代の税・保険負担の増加、③過去の景気対策の反動減といった悪材料が一巡する中、先行きの個人消費は緩やかながらも増加が続くと考えられる。

**図表4: 実質耐久財消費額の推移**



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

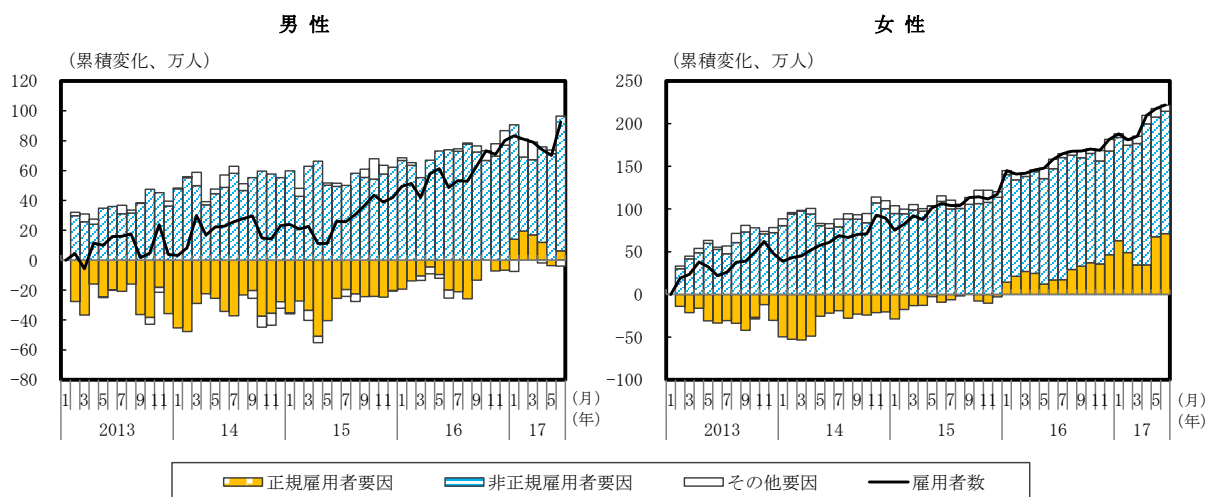
## 賃金インフレへのカウントダウン？

2018 年度にかけて、前節で触れたような「消費抑制要因の剥落」による消費拡大効果は消失し、概ね雇用者報酬の改善に伴ったペースでの消費の拡大が続くとみている。この観点に立ち、本節では今後の雇用者報酬の改善ペースについて論考する。結論を先取りすると、局所的な賃金インフレの萌芽は見られ始めているが、この効果を相殺する要因が残されており、「内需の好循環」に至るほどの本格的な雇用者報酬の改善が始まるまでには未だ時間を要するとみている。

日本経済は潜在成長率を上回る成長が継続し、同時に企業収益も過去最高水準に拡大したが、正規社員の時給の伸びは鈍い状況が続いた。他方で時給・雇用者数共に改善が見られたのは専らパートタイマーである。この背景には、日本固有の厳しい解雇規制の下で企業が正規雇用の拡大に慎重であることや、パートタイマーの時給が正規社員に比べて低かったことが挙げられる。しかし潮目は変わり始めた。**図表 5** に示すように、2016 年頃から非正規雇用の増加が止まり、正規雇用の増加が加速している。この背景の一つとして非正規雇用者の時給が、かつてほど安くなってきたことが挙げられよう。しかし、より重要なもう一つの背景が、本当の意味で日本が人手不足の時代に入ったという事実だ。過去 4 年間で、少子高齢化に伴って日本の生産年齢人口は 400 万人近く減少した。にもかかわらず、この間の労働力人口はむしろ増加している。その理由は女性と高齢者を中心として就業率が大きく上昇したことである。しかし、今後労働参加率の大幅な上昇を期待することは難しい。女性労働参加率のM字カーブを見ると、過去数年間の上昇の結果として、米国並みの水準まで達している。つまり、これ以上の女性労働参加率の上昇余地は、少なくとも以前に比べれば限られてきている。

結果として、パートタイマーの有効求人倍率はかつてない水準に達している。そしてパートタイマーを見つけることができなくなった企業が消極的ながら正規雇用を増やし始めた。結果として、2017 年 6 月の正規社員の有効求人倍率は 1.01 倍と歴史的な高水準に達し、遂に 1 倍を上回った。正規社員も含めた本格的な賃金インフレに向けたカウントダウンが既に始まっている可能性が指摘され得る。

図表 5：雇用者数の要因分解



(注) 季節調整は大和総研。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

## 「内需の好循環」シナリオ点灯には生産性向上が不可欠

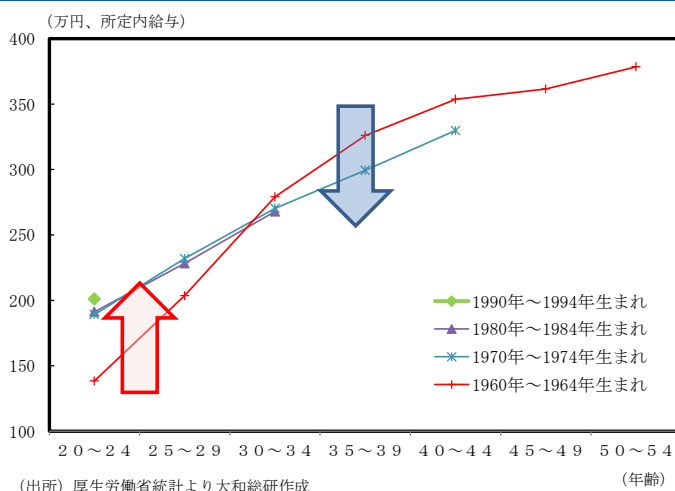
ただし、この賃金インフレが「内需の好循環」に火を点けるに至るまでには未だ距離がある。前述のように外需主導の成長がいったんストップする中、雇用者報酬や設備投資の原資となる企業収益の改善モメンタムは一服に向かう可能性が高い。

また、賃金インフレは企業側からみれば収益圧迫要因でもあり、生産性の上昇を伴わない賃金上昇は日本企業の業容縮小と空洞化をもたらす可能性は否定できない。従って賃金インフレの持続性は、IT 投資、研究開発、あるいは企業の合従連衡などを通じた相応の労働生産性の向上が並行して達成されるか否かに依存している。そしてこうした生産性の向上は総じて時間を要する。単位労働コスト（名目賃金÷生産性）の上昇に苦しむ企業は当面、従来以上の「賃金カーブのフラット化」や「働き方改革の美名の下に行われる残業規制」などを通じて総労働コストの抑制を図るだろう。そうであれば、新規に正規社員となる層（新卒や非正規雇用からの正規化層）における時給の上昇とセットで、既存の正規社員の給与総額の抑制が当面続く可能性も高いということになる。

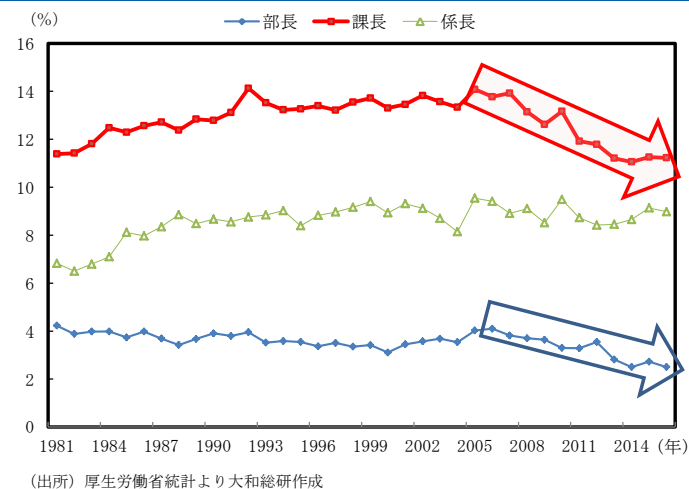
このような企業行動は、何ら目新しいものではない。例えば**図表 6** は賃金カーブを生まれ年別に確認したものであるが、「初任給が引き上げられる」一方で、「ミドル～シニアクラスの給与は押し下げられる」ことに伴う賃金カーブのフラット化傾向が続いていることが確認できる。

**図表 7** は、賃金カーブのフラット化を別の切り口から捉えたものだ。とりわけ 2000 年代後半から顕著な動きとなっているが、40 代労働者のうち「部長」「課長」の割合の低下が続いている。すなわち、企業は 40 代雇用者の昇進を遅らせる、昇進できる人数を減らす、といった取り組みを行っている可能性がある。なお、40 代には団塊ジュニア世代が含まれるため、人件費全体に占める割合も大きい。企業は、ボリュームゾーンを形成する雇用者の昇進を遅らせることで、人件費の削減を図っていると言えそうだ。そして同様の現象が今後も発生する蓋然性は無視できないだろう。

図表 6: 生まれ年別、年齢別賃金カーブ



図表 7: 40 代労働者に占める役職割合



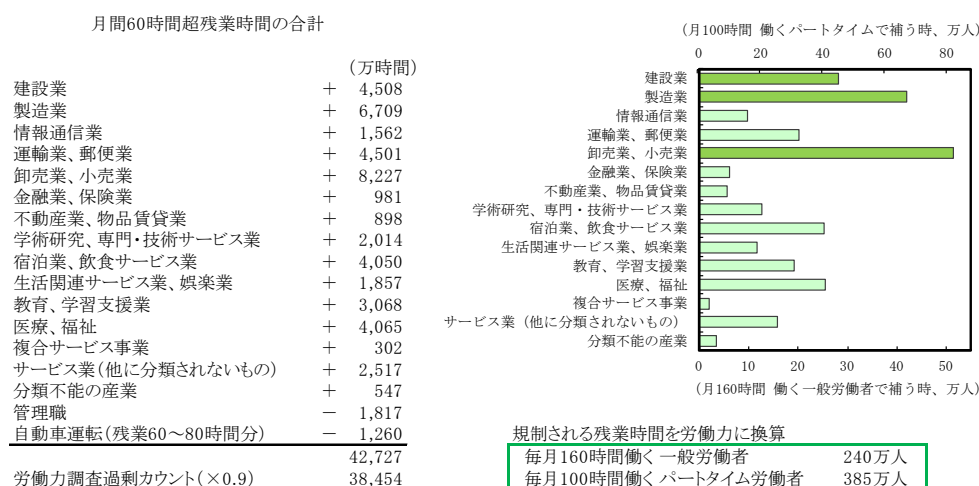
## 「働き方改革」により所定外給与が最大 8.5 兆円減少

さらに、賃金インフレの効果を相殺するリスクにも注意が必要だ。働き方改革の中で、長時間労働是正に向けて導入される「罰則付きの残業上限」は、所定外給与の削減を通じて、雇用者報酬全体を下押しするリスクをはらんでいる。

罰則付きの残業上限は、一部の例外ルールはあるものの、月 45 時間、年 360 時間を原則とし、労使であらかじめ合意すれば年 720 時間まで延長が可能だ。本法案は早ければ、2019 年 4 月から施行される見通しである。

大和総研のリスクシナリオ<sup>1</sup>によると、削減された残業時間が他の労働者や新規労働者へ分配されなかった場合、年間 8.5 兆円の所定外給与が下押しされる。これは、雇用者報酬の 3% に相当する。また、削減される残業時間を新たな労働者で補う場合、240 万人のフルタイム労働者が必要とされるが、労働力率の上昇の余地も限られており、これ以上の大幅な就業者の増加は望みにくい。その中で、先述したように労働生産性の上昇は急務であると言えよう。

図表 8: 残業規制による影響の試算 (リスクシナリオ)



所定外給与 ▲8.5兆円/年 = 雇用者報酬を3%下押し

(注) 管理職は「管理的職業従事者」、自動車運転は「輸送・機械運転従事者」。「輸送・機械運転従事者」は電車や飛行機などの運転従事者も含まれるが、ここでは自動車運転従事者と同義とみなした。労働力調査では、サービス残業や休憩時間などが労働時間としてカウントされている可能性があるため、労働力調査と毎月勤労統計の差を参考に10%割り引いて試算を行った。

(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 実際には、自動車の運転業務や建設事業は施行期日の5年後に上限規制が適用される見通しである。

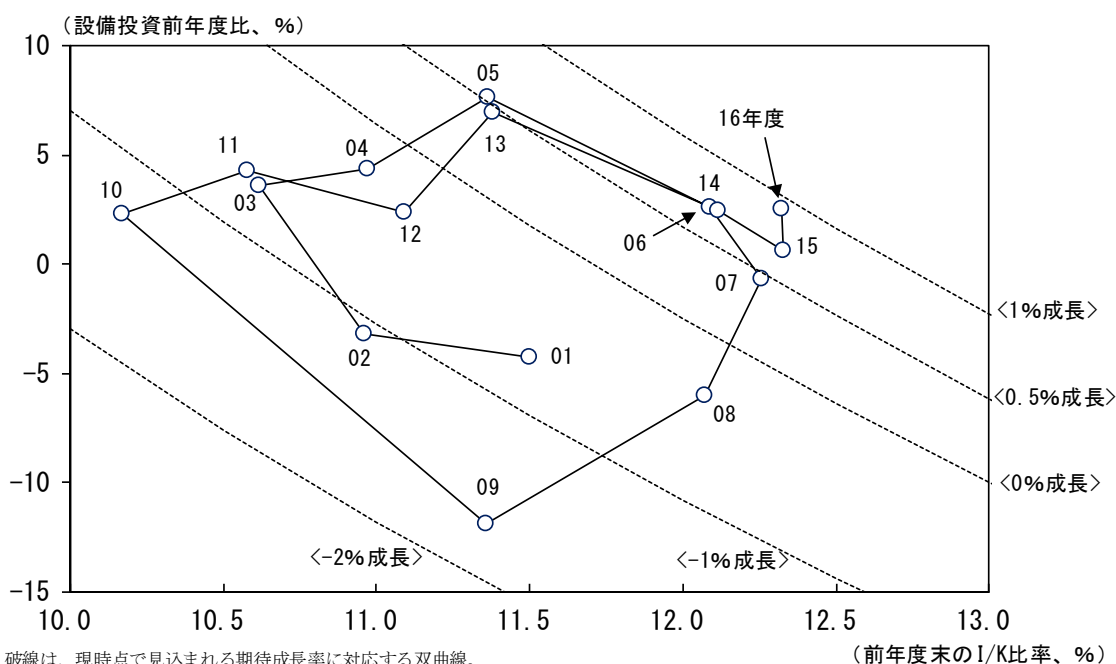


## 設備投資は省力・省人化投資等を中心に底堅く推移する見通し

前述のような注意事項はありながらも、人手不足が深刻化する中、省力・省人化を目的として企業が設備投資を行うインセンティブは強まっている。また、今後正規社員をも巻き込んだ本格的な賃金上昇が発生するとすれば、この賃金上昇を相殺できるだけの労働生産性向上、ないしは採算性の向上が達成されない限り、単位労働コストは上昇し、企業収益の圧迫要因となってしまう。従って、生産性向上に直結する省力・省人化に加え、収益改善を目的とした研究開発投資や更新・改修投資は緩やかな拡大が継続すると見込んでいる。

他方で、最近の設備投資の動向に関しては、好調な企業収益に比べて設備投資が思ったほどには伸びないという問題点がしばしば指摘されている。この背景の一つは、**図表 9** に示すように、日本についても米国同様に資本ストックの循環が成熟化のフェーズに入っていることだ。資本ストックの蓄積期を延ばすためには、期待成長率の引き上げが死活的に重要となる。加えて、設備の稼働率が過去の設備投資拡大期に比べて低水準にとどまっている事実も気がかりだ。設備投資が「本格化」するか否かを占う上では、生産数量の増加に伴い、設備稼働率が一定の閾値を超えて推移することが必要条件となろう。

図表 9: 日本のストック循環図



## 「合成の誤謬」に伴うリスク

ここでもう一つ、設備投資に関連して気がかりなのが、ミクロとマクロの「合成の誤謬」だ。人手不足と賃金上昇が企業収益を抑制する効果を相殺する上で、より積極的な設備投資が必要と目されるのが労働集約的産業であり、その中心は「非製造業」「中小企業」群であろう。しかし実際に設備投資を積極化する余裕がある企業は「製造業」「大企業」群に偏っている。

この背景をまとめると以下のようになろう。雇用不足感が特に強い中小企業非製造業は労働分配率が高く、人件費の増加が収益を圧迫する要因になる。結果として、人件費負担の増加が企業収益の減少を経由して設備投資を抑制する可能性が高い。一方、大企業製造業では、雇用不足感自体も中小企業や非製造業ほどには強くないことに加え、労働分配率の水準も低いため、収益悪化を経由した設備投資の押し下げ効果は限定的なものになる。

このようなミクロとマクロの「合成の誤謬」の結果として、賃金の上昇に見合うだけの労働生産性の向上、ないしは企業の収益性の向上に必要な設備投資がマクロ経済の観点から見て十分に行われないリスクには注意が必要だ。結果として単位労働コストが上昇に向かえば、企業は「業容縮小」と「空洞化」のいずれか、ないしはその両方を選択肢として視野に入れることになる。この意味においては、前述の働き方改革が、十分な生産性向上を伴わずに労働投入の減少をもたらす結果として、日本経済の潜在成長率を低下させる可能性には細心の注意を払っておきたい。

図表 10: 企業の利益配分のスタンス

(回答社数構成比、%)

	大企業			中堅企業			中小企業		
	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業
設備投資	62.3	72.1	57.3	51.0	66.5	46.2	41.4	50.9	39.5
新製(商)品・新技術等の研究・開発	26.6	47.0	16.2	20.5	31.3	17.1	15.7	30.4	12.8
関連会社への出資、M&A	10.8	8.4	12.0	5.7	4.2	6.2	3.2	2.9	3.3
有利子負債削減	19.2	21.4	18.0	22.7	26.2	21.6	26.6	27.8	26.4
新規雇用の拡大	7.0	4.1	8.5	18.2	13.3	19.6	21.3	19.7	21.6
従業員への還元	27.7	24.9	29.1	41.9	40.1	42.4	54.6	56.9	54.1
役員報酬・賞与	3.7	2.6	4.3	8.7	6.4	9.5	22.4	15.8	23.7
株主への還元	56.5	58.2	55.6	34.2	34.2	34.2	8.6	7.1	9.0
内部留保	55.2	42.0	62.0	58.8	48.2	62.1	58.3	48.3	60.3
その他	1.8	0.3	2.5	1.5	1.2	1.6	2.5	1.3	2.7

(注1) 10項目中1社3項目以内の複数回答による回答社数構成比。

(注2) 2016年度実績、調査時点は2017年1-3月期。

(出所) 内閣府、財務省統計より大和総研作成

図表 11: 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2016.10-12	2017.1-3	4-6	7-9	10-12	2018.1-3	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.7	1.5	4.0	0.6	1.1	1.6				
	1.7	1.5	2.0	1.9	1.8	1.8	1.3	1.3	1.9	1.2
経常収支 (季調済年率、兆円)	20.6	21.7	18.9	19.3	19.5	20.0	17.9	20.4	19.6	20.6
失業率 (%)	3.1	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	3.3	3.0	2.8	2.7
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2015=100) [前年比%]	-0.3	0.2	0.4	0.7	0.7	0.5	-0.0	-0.2	0.6	0.6
	2016.10-12	2017.1-3	4-6	7-9	10-12	2018.1-3	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
10年国債利回り (%)	0.00	0.07	0.04	0.04	0.04	0.04	0.26	-0.05	0.04	0.04

(注) 予測値は大和総研・第194回日本経済予測による。

(出所) 各種統計より大和総研作成